

Exclusivamente para uso institucional

Estratégias Rio Bravo

Junho 2020



A dança

Gustavo Franco

gustavo.franco@riobravo.com.br

Nos primeiros tempos da pandemia (oficialmente iniciada em 11 de março), diversos conceitos do mundo da epidemiologia se tornaram populares entre economistas e operadores do mercado financeiro, em boa medida graças à utilização recorrente pelas lideranças políticas, ao menos algumas delas, de ideias como a do “achatamento da curva”, por exemplo.

Era reconfortante ver e ouvir os líderes tratando do assunto de forma profunda, ao menos na aparência, a julgar pelo uso do jargão dos especialistas, o que conduzia à presunção, talvez descabida, de que os especialistas estavam sendo ouvidos e levados a sério.

Assim se popularizou o conceito de “achatar a curva” e mesmo o “ r -zero”, ou simplesmente o “ r ”, taxa de reprodução ou de contágio, ou seja, quantas pessoas seriam contaminadas, em média, por um contaminado, em certo intervalo de tempo.

“Achatar a curva” era a ideia de aplicar medidas drásticas (ditas de “supressão”) para evitar um avanço muito rápido da epidemia, ou rápido demais relativamente à capacidade e às possibilidades de expansão do sistema de saúde.

Era perturbadora a percepção de inevitabilidade do contágio em larga escala, e mais ainda o conceito de “imunidade de rebanho”, pelo qual a epidemia

apenas arrefeceria depois de um percentual grande da população dita suscetível adquirir imunidade (após curar-se da infecção).

Esses conceitos tinham uma origem ilustre e bem consolidada: o famoso modelo SIR, um acrônimo para Suscetível, Imune, Recuperado (ou Removido), e derivado do famoso paper de 1927 de *Kermack & McKendrick*¹, um clássico, que vem sendo adaptado e estendido por muitos economistas para entender e prever o andamento da pandemia do Covid-19².

Entre as publicações mais populares com esse teor, e com esses conceitos, destaca-se o paper de Thomas Pueyo “*Coronavirus: The hammer and the dance*” (“Coronavírus: O Martelo e A Dança, Como serão os próximos 18 meses, se os líderes ganharem tempo”), que teve dezenas de milhões de leitores em diversos idiomas, inclusive duas versões em português, uma para o Brasil outra para Portugal.

A ideia do “achatamento da curva” foi dominante nos primeiros tempos da epidemia, e neste momento, quando se avança para o que parece ser a segunda metade do problema, embora em grau variável para diferentes lugares, cresce o interesse pela ideia da “dança”, tal como descrita no *paper* de Thomas Pueyo. É importante saber do que se trata pois disso vai depender o PIB brasileiro de 2020, sobre o qual muito se discute, por bom motivo.

1 “Kermack, William Ogilvy, and Anderson G. McKendrick “A Contribution to the Mathematical Theory of Epidemics” Proceedings of the Royal Society of London, series A 115, no. 772: 700-721, 1927.

2 Destaque-se aqui a produção dos pesquisadores ligados ao NBER e ao CEPR



É importante saber do que se trata a “dança”, pois disso vai depender o PIB brasileiro de 2020

Pois bem, para este momento da epidemia, que não é mais o inicial, e que pode não ser último, há algumas lições a considerar:

1. Não há dúvida de que as medidas muito restritivas, ditas de supressão, não podem ser sustentadas indefinidamente sem sofrer pressões sociais irresistíveis. Há custos econômicos hoje percebidos com mais clareza, além da fadiga do confinamento, ambos resultando em flexibilização de restrições antes mesmo que os especialistas o recomendem.

2. Há considerável heterogeneidade no desenvolvimento da epidemia quando se compara países, estados dentro um mesmo país e mesmo municípios dentro de um estado. Essas diferenças se explicam por fatores como imunidade cruzada, além de características da geografia (densidade populacional, intensidade de uso do transporte público, por exemplo) e políticas específicas (proibições de aglomeração e mobilidade, de variados formatos).

3. Há muitos tons intermediários entre as políticas de supressão (a mais extrema das quais o lockdown) e as de “mitigação”, ou diferentes intensidades de “distanciamento social”. Em razão disso, muitas autoridades estabeleceram regras a serem adotadas, e flexibilizadas, conforme indicadores de desenvolvimento da epidemia, como o “r-zero” e/ou o número de leitos disponíveis de tratamento intensivo.

É com essas lições em mente que o Brasil entra na fase da “dança”, para usar a expressão de Thomas Puyeno, na qual as medidas de distanciamento conhecerão flexibilidade, conforme critérios objetivos e transparentemente divulgados, ou não, podendo ser revertidas.

Essa dinâmica, somada às hesitações de todos – empresas, autoridades e consumidores –, sugere uma evolução errática, alternando flexibilizações e fechamentos, sobrepondo diferentes geografias, cada qual com suas características e em momentos diferentes da epidemia.

A evolução da atividade econômica dependerá, portanto, dessa “dança” envolvendo autoridades cautelosas, empresas cuidadosas e pessoas duplamente preocupadas, todas procurando a “nova normalidade”.

É nesse contexto que as previsões para o PIB de 2020 têm sido feitas. O número mais recente do Boletim Focus é -6,5%, o que parece um otimista ao extremo, tendo em vista que o FMI, tradicionalmente conservador, apresentou uma queda de 9,1%. Tudo dependerá do segundo semestre e do desenvolvimento da “dança” descrita acima.

O mês de junho também assinalou um paradoxo: os mercados financeiros parecem ter se comportado bem demais para o admissível num contexto de pandemia ainda a meio caminho. Afinal, como explicar esse tipo de “otimismo”, tendo em vista que a “dança” apenas começa?



Em junho, os mercados financeiros parecem ter se comportado bem demais para o admissível num contexto de pandemia ainda a meio caminho

A resposta poderia repousar no seguinte raciocínio: a crise possui dois grandes temas, um de desenvolvimento desconhecido e apavorante, a epidemia e a crise sanitária, e outro de desenvolvimento conhecido e também apavorante, a crise bancária sistêmica.

Ocorre, todavia, que a parte conhecida da crise tem recebido um tratamento excessivo, um overkill, do qual muitos analistas começam a extrair a ideia de uma bolha, ou de certo inchaço indevido nos preços de ativos. O ambiente de juros muito baixos complica a percepção do que seriam preços excessivamente altos, de certos ativos, e sobre os níveis adequados para os juros.

No Brasil, o debate sobre o limite inferior para as taxas de juros está mais claramente colocado. Poucos se atrevem a cogitar que o Brasil venha a praticar juros negativos, o que parece particularmente impróprio para um país outrora carregando a pecha de campeão mundial de juros, e com a tradição inflacionária que o Brasil possui.

Entretanto, os movimentos do Banco Central surpreenderam, a Selic foi reduzida para 2,25% anuais, e as perspectivas da inflação permanecem inalteradas ou melhor: não há sinal de vida nas expectativas de inflação, para a surpresa de muitos.

O debate sobre a existência de um limite inferior para os juros precisou entrar a ativas considerações sobre os efeitos cambiais de reduções adicionais nos juros, para então imaginar que relações de arbitragem financeira iam produzir desvalorizações cambiais recorrentes e conseqüente pressão inflacionária, portanto, contra-indicando a redução adicional nos juros. Embora a própria Autoridade Monetária tenha sorrido para essa teoria cambial da inflação, em momento seguinte, ainda em junho, preferiu abandonar essas cogitações e preservar suas opções para o futuro. As indicações dominantes, assim, seguem na direção de juros muito baixos por período prolongado, um ambiente muito singular para o Brasil, um desafio para administradores de risco, ativo e passivo.

Em tese, o juro baixo seria excelente para uma crise na qual a liquidez é uma consideração generalizada, mas o acesso ao crédito se tornou um problema maior do que se poderia imaginar, conforme se observa, inclusive, em muitos países.



Em tese, o juro baixo seria excelente para uma crise na qual a liquidez é uma consideração generalizada, mas o acesso ao crédito se tornou um problema maior do que se poderia imaginar

A observação importante aqui é que a organização monetária e creditícia predominante nesse planeta é a que possui um banco central na posição de “banco dos bancos” e que cria reservas bancárias junto a outros bancos de varejo, esses os únicos capazes de fazer a liquidez chegar aos extremos do sistema. Em 2008, como o problema era

principalmente com os grandes bancos, não houve dificuldade em as autoridades entregarem o remédio onde era necessário, o que não é o caso nesse momento, quando a alegação de que “o dinheiro não está chegando” é ouvida em toda parte, sobretudo nas pequenas e médias empresas e trabalhadores informais, gigs ou do setor de serviços. Novos métodos, novos cadastros e sistemas podem permitir que tais dificuldades sejam superadas, mas a expectativa não é boa pois o problema é planetário, não apenas brasileiro, e se deve, em boa medida, ao fato de que os auxílios governamentais frequentemente são dados de forma seletiva ou condicional, como costuma ser as operações de crédito, que acabam esbarrando em critérios bancários restritos de viabilidade e capacidade de pagamento.

O problema pode ser superado se os auxílios governamentais migram para o “fundo perdido”, o que leva a discussões difíceis sobre auxílios para quem não precisa. As transferências fluem melhor que as operações de crédito, pelas razões acima aludidas, o que, todavia, eleva a preocupação com os custos fiscais da resposta à crise. A IFI (Instituição Fiscal Independente) estimou o déficit primário em 2020 em algo superior a 900 bilhões, sendo certo que o que está ainda em discussão no Congresso pode elevar esse total para valores próximos de R\$ 1,5 trilhão. São enormes os temores sobre como será a vida do governo federal e dos estados com esses níveis de déficit e consequente endividamento, e esses sentimentos certamente serão decisivos para que se evite uma recaída mais grave na doença da irresponsabilidade fiscal.

Renda Fixa

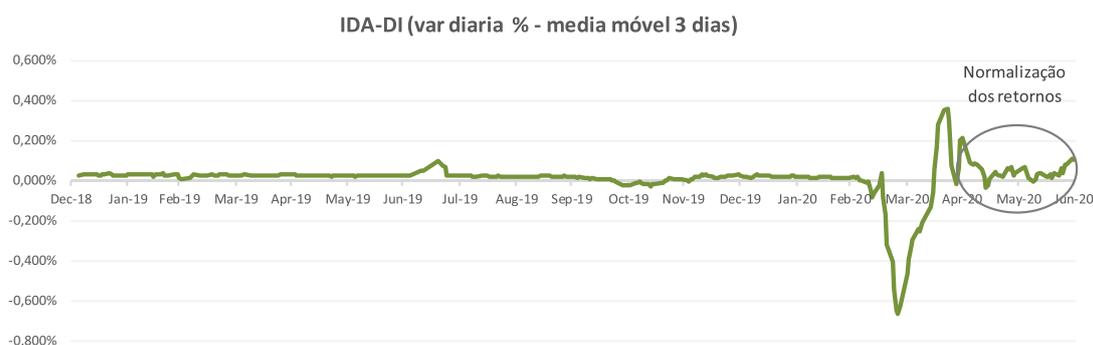
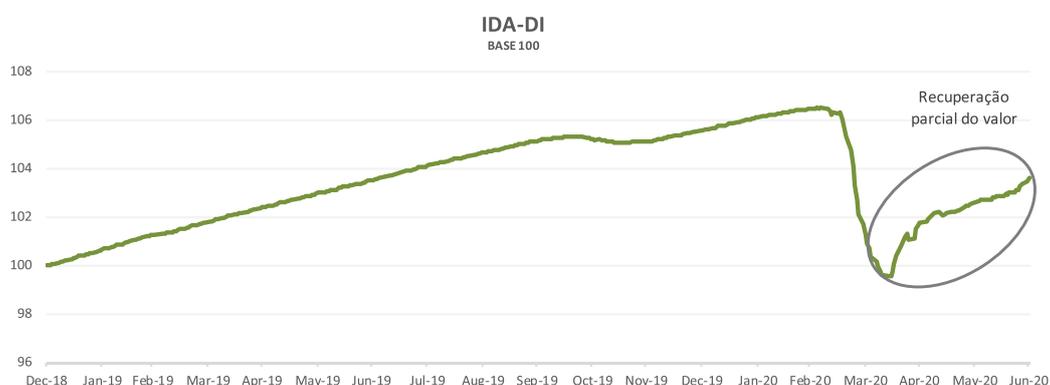


Evandro Buccini

evandro.buccini@riobravo.com.br

Desde o início de abril, observamos maior liquidez no mercado secundário de crédito, movimento de fechamento nos spreads, valorização das debêntures e redução significativa da volatilidade do retorno diário dos ativos. Essa combinação de fatores fez com que os fundos de renda fixa se recuperassem parcialmente das perdas de valores incorridas em março associadas à Covid-19.

Podemos observar no gráfico abaixo o comportamento dos preços dos ativos e a volta da estabilidade dos retornos diários do índice IDA-DI (índice da ANBIMA que representa as debêntures remuneradas a CDI). Essa melhora do mercado junto com a gestão ativa do fundo Rio Bravo Crédito Privado durante os meses de maio e junho contribuiu para que o fundo tivesse uma rentabilidade bastante superior ao seu benchmark CDI, equivalente a 275% do CDI.



O time de gestão reequilibró e diversificou o portfólio em linha com o cenário desafiador que se desenha em decorrência dos efeitos da pandemia na economia brasileira. Reduziu a exposição a empresas em setores como locação de veículos, varejo não alimentar, que tendem ser mais impactadas com o prolongamento da crise. As alterações foram feitas sem modificar o perfil de risco de crédito do fundo que mantém mais de 95% do seu patrimônio em títulos com ratings superiores a A.

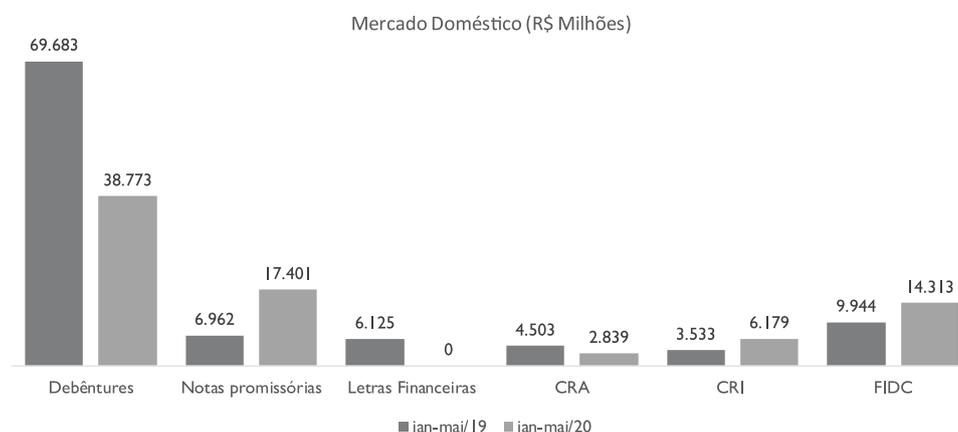
Para os próximos meses em continuidade à diversificação da carteira, a Rio Bravo tem buscado oportunidades de investimento em títulos de emissores de setores defensivos que sofreram menores impactos da Covid-19 relativamente a outros setores da economia, títulos com ratings AA ou superiores, com duração não muito longa e remunerados a CDI + spread de crédito.

Vale ressaltar que passamos a incluir alguns aspectos ESG – Environmental (ambientais), Social (sociais) and Governance (governança corporativa) nas análises internas de novos emissores.

Um exemplo de empresa que atende às características acima mencionadas e cujas debêntures encontram-se na carteira do Fundo é o Grupo AES Tiete. Os seus títulos representam aproximadamente 3,0% da carteira do fundo em junho de 2020. Essa é uma empresa pertencente

ao Grupo AES Brasil que atua no setor de geração de energia elétrica com presença nos estados de SP, MG e BA. Seu parque de geração é composto por fonte hídrica (2.658 MW), solar (294 MW), eólica (386 MW) e geração distribuída (16 MW). A companhia apresenta resultados financeiros sólidos (EBITDA de 1T20 R\$ 313mm), com bons índices de liquidez (Caixa sobre Dívida de Curto Prazo de 3,2x no 1T20) e baixa alavancagem (Dívida líquida sobre EBITDA LTM de 2,7x, sendo que o covenant mais restrito é de $\leq 3,85x$). Além de possuir rating de AA+ pela FITCH e boas práticas de ESG (Rating ESG MSCI “A”).

Em relação a emissões primárias no mercado de capitais, as captações de recursos em Renda Fixa (Debêntures, NP’s, CRI’s, CRA’s e FIDC’s) totalizaram R\$ 79,5 bilhões entre janeiro e maio de 2020, representando uma queda de 21,1% em relação ao mesmo período do ano anterior. As emissões de debêntures representam R\$ 38,8 bilhões do total de captações entre janeiro e maio de 2020 (-44,4% vs o mesmo período do ano anterior). Podemos observar que a nota promissória foi a classe de ativo que mais cresceu neste período, quase 150% quando comparado ao período anterior pois trata-se de um título de emissão rápida e simples muito utilizado por empresas para garantir conforto de caixa - o chamado “colchão de liquidez”, e postergar para 2021 os vencimentos de dívidas ao longo do ano de 2020. A nossa expectativa é de que as taxas dos ativos de crédito não devam retornar rapidamente aos níveis pré-crise no curto prazo.



Investimentos Imobiliários



Anita Scal

anita.spichler@riobravo.com.br

Ao longo dos últimos 11 anos, a Rio Bravo tem atuado como gestora do FII Rio Bravo Renda Corporativa, e os pilares estratégicos que regeram as nossas decisões como gestores foram: (i) a construção de um portfólio de excelente qualidade e de difícil replicação; (ii) ativos com localizações mais demandadas por inquilinos por escritórios corporativos; e (iii) bons locatários com baixo risco de crédito. Durante todo esse período nesse setor, tivemos aprendizados relevantes para buscar operações que possam gerar valor de longo prazo para os investidores. O objetivo desta carta é detalhar duas dessas operações, bem como compará-las em termos de criação de valor.

Em fevereiro de 2020, o Fundo adquiriu, por R\$ 67 milhões, 100% do Condomínio AS1800, localizado na Alameda Santos, 1.800. O Imóvel está atualmente vago e a gestão entende que há grande potencial de locar o imóvel a preços atrativos para o cotista com a realização de um retrofit, que deverá ser feito para melhorar significativamente a qualidade do ativo. A região do imóvel, a Av. Paulista em São Paulo, possui amplo serviço de transporte público, é servida por diversas linhas de ônibus e metrô e está com vacância historicamente menor do que a média das grandes capitais. A operação é totalmente aderente à estratégia, tendo em vista a aquisição de participação de 100% do Imóvel – ao adquirir prédios inteiros ou percentuais mais relevantes de prédios, o Fundo tem mais influência no condomínio e gestão do empreendimento ao longo do tempo – e a ampliação da exposição à cidade de São Paulo em uma região consolidada e com alta demanda por lajes corporativas.

O imóvel foi adquirido por R\$ 11.500/m² antes do retrofit e fica localizado a apenas 150 metros de outro prédio do nosso portfólio, o Edifício Parque Paulista, do qual o Fundo era proprietário de dois andares de 575 metros quadrados.

Em junho de 2020, o FII Rio Bravo Renda Corporativa realizou a venda de um desses andares. O 8º andar do Edifício Parque Paulista, adquirido em agosto de 2016 por R\$ 6,3 milhões (equivalente a R\$ 11.320/m²), foi vendido por R\$ 11,9 milhões, equivalente a R\$ 20.674/m². A venda foi realizada por 30% acima do valor patrimonial do ativo. O ganho de capital gerado na operação, já líquido das comissões, foi de R\$ 4,8 milhões. A transação gerou uma taxa interna de retorno (TIR) de 25% a.a. para os investidores do Fundo nos quase quatro anos em que foi proprietário do ativo.



Além desse retorno, as transações evidenciam uma possível assimetria de preços que pode ser capturada pelos investidores do Fundo, dada a diferença de valores em reais por metro quadrado em ativos que ficam localizados a apenas 150 metros de distância um do outro.

A operação também indica uma assimetria de preços entre os ativos reais e o mercado secundário de Fundos Imobiliários, uma vez que a cota do Fundo é negociada em aproximadamente R\$ 14 mil/m² e a venda do Parque Paulista, que é apenas o 4º ativo mais valioso em reais por metro quadrado do Fundo, segundo laudo de avaliação realizado pela CBRE, foi realizada a R\$ 20.674/m².

Resumo da Operação

R\$ 4,8 milhões

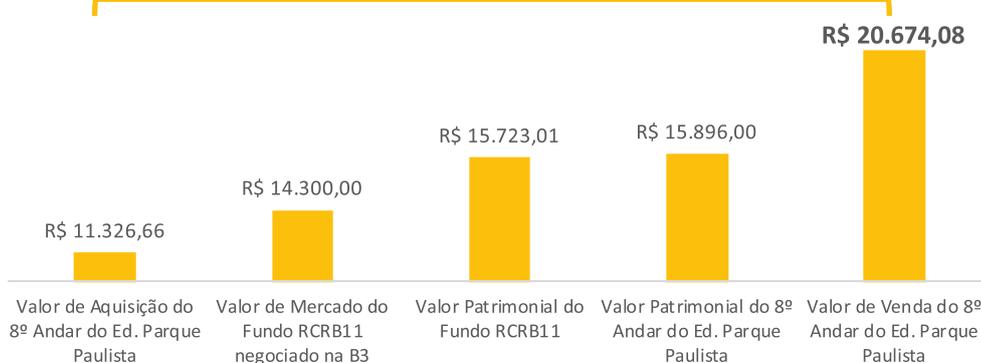
Ganho de capital gerado na transação

25% a.a.

TIR

83%

Valorização no período



Valores no gráfico expressos em R\$/m²

R\$ 2,7 milhões

Resultado acima do VP

30%

Retorno acima do VP

geração de valor aos investidores com reciclagem de portfólio, seguindo a estratégia da gestão

ganho de capital expressivo através do desinvestimento de um ativo adquirido em 2016, em um período de forte crise, o que demonstra a capacidade da gestão de aproveitar oportunidades

estratégia possível graças ao portfólio do fundo de ativos de qualidade e de excelente localização

Infraestrutura

Sergio Brandão

sergio.brandao@riobravo.com.br

Mauricio Xavier

mauricio.xavier@riobravo.com.br

Pedro Craveiro

pedro.craveiro@riobravo.com.br

Victor Tâmega

victor.tamega@riobravo.com.br

“Num determinado sentido, agora somos todos keynesianos; em outro, ninguém mais é um keynesiano”. A frase, atribuída a Milton Friedman na década de 1960, ironiza a tração que ideias baseadas no intervencionismo estatal ganha em momentos de crise aguda, nos moldes do New Deal, que socorreu a economia americana da Grande Depressão de 1929.

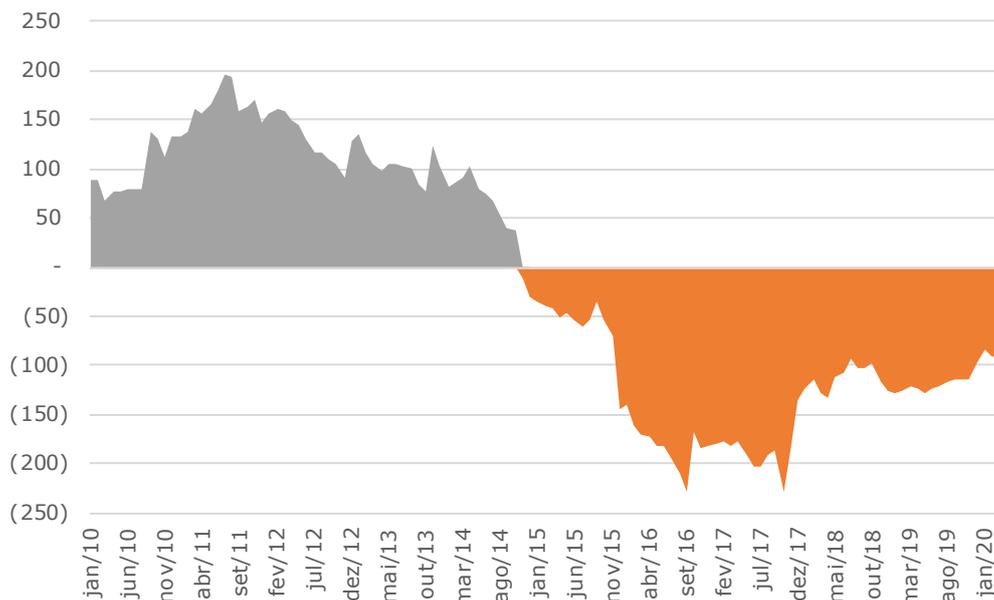
Nesta gravíssima crise de saúde pública global, cujos reflexos sobre o desempenho econômico dos países são diretos e intensos, paira a tentação de evocar o Estado como o principal ator da retomada, mas estamos certos de que, no Brasil, essa possibilidade tem fundamento racional limitado, tanto quantitativa quanto temporalmente, pois a nossa realidade é diferente daquela de países comumente usados como fontes de modelos de soluções, como EUA e os da zona do Euro. O Brasil, por ser diferente em muitos aspectos, precisa de soluções próprias, adequadas à sua conjuntura.

Isso se deve a vários fatores, com destaque a três: (i) o parco espaço fiscal nas esferas federal, estadual e municipal; (ii) segurança jurídica e sofisticação regulatória que o ambiente de negócios local vem ganhando; e (iii) portfólio amplo e de qualidade de novos projetos e investimentos que a deficiente infraestrutura nacional necessita.

Já faz alguns anos que a fraca situação fiscal do governo federal acumula déficits primários, principalmente em função dos enormes e desproporcionais gastos com a seguridade social e funcionalismo público. Esse problema crônico é ainda agravado quando

são incluídos estados e municípios, além do fato de cerca de 90% das despesas orçamentárias serem de natureza não-discricionária.

A aprovação da reforma da Previdência em outubro de 2019 foi um grande alento para reverter a situação com a economia de cerca de BRL 800 bilhões em dez anos nas contas do governo, mas tal alento foi por pouco tempo devido aos violentos impactos das medidas adotadas em combate à Covid-19. Até abril deste ano, o déficit primário do Governo Central (Tesouro e Seguridade Social) atingiu R\$ 96 bilhões ante R\$ 3 bilhões no mesmo período de 2019, muito em função dos auxílios emergenciais extraordinários, que atingiram R\$ 41 bilhões somente em abril. Esse valor é quase os cerca de R\$ 43 bilhões aprovados para investimentos para todo o ano de 2020, meros 0,6% do PIB. Enquanto o déficit primário em 2019 atingiu 1,3% do PIB, para 2020 estima-se algo em torno de 8%. Conforme gráfico abaixo, esse recorde histórico deve inviabilizar o investimento estatal ainda por vários anos:

Resultado Primário - Governo Central (BRL bilhões)
(últimos 12 meses até abril/20)

É sabido que o investimento em infraestrutura é um dos grandes motores da retomada econômica por conta de uma miríade de fatores daí derivados, como geração de empregos, aumento da produtividade, da competitividade e pelo efeito multiplicador, no qual cada real investido gera crescimento econômico em razão do efeito cascata dos investimentos em todas as cadeias de valores industriais e comerciais.

Soma-se a isso um ambiente macro-regulatório cada vez mais sofisticado e previsível, de taxas de juros de curto prazo minguantes e grande liquidez em busca de renda e retornos reais atraentes de longo prazo. Ministérios, agências reguladoras, órgãos de fiscalização e o Congresso mostram-se mais sensíveis do que nunca à aprovação de marcos regulatórios, projetos de lei visando a estruturação de concessões, desestatizações e desburocratização para facilitação e atração do investimento. Resultado: o capital privado desponta como a solução óbvia para atuar em complementação a fontes estatais (empresas estatais, bancos de fomento e fundos regionais de desenvolvimento) cada vez mais limitadas em face da demanda por capital. Nesse contexto, o investimento necessário em infraestrutura proporciona ambiente fértil e atraente do ponto de vista da relação risco-retorno.

A segurança jurídica e a previsibilidade regulatória acima aludida podem ser percebidas de várias maneiras: robustez dos segmentos de infraestrutura com maior participação da iniciativa privada como energia elétrica, rodovias, ferrovias e portos, assim como, também, o grande sucesso da Lei 12.431 de 2011, que criou as debentures incentivadas de infraestrutura, além da recente aprovação do novo marco regulatório do saneamento no Congresso; projeto de lei 2.646/20 de debentures incentivadas e de infraestrutura, já discutido em comissões especiais; projeto de lei de modernização do setor elétrico; novo mercado de gás em discussão no Congresso; nova lei de concessões e PPPs; Lei de licenciamento ambiental, reforma tributária também em apreciação no Congresso, dentre tantas outras iniciativas de melhoria do ambiente de negócios em estágios avançados de discussão e aprovação.

Ainda neste quesito, numa tentativa de começar a quebrar o tabu do investimento estrangeiro em moeda estrangeira no Brasil, ganham destaques iniciativas, ainda em discussão no Congresso, para mitigar, mesmo que parcialmente, o risco cambial, como o projeto de lei de simplificação e barateamento do swap cambial, os seguros cambiais e as outorgas variáveis em função do câmbio por meio de contas gráficas.

Finalmente, um país de dimensões continentais como o Brasil, com suas vastas diferenças socioeconômicas, geográficas e climáticas, e com um estoque de infraestrutura muito aquém de suas necessidades, abre espaço para um amplo leque de oportunidades de investimentos privados de longo prazo e com retornos atraentes seja para investidores de equity como para supridores de dívida. A escala – que é uma vantagem competitiva natural do Brasil – oferece oportunidades de investimentos em projetos estruturantes, como ferrovias, rodovias, portos, aeroportos, energia elétrica e saneamento básico.

Para se colocar em perspectiva, enquanto o estoque de infraestrutura nacional é de apenas 36% do PIB, a China atinge 80%. No caso do fluxo de investimentos (desembolsos anuais), a situação é tão crônica quanto: 1,9% do PIB a.a. contra 8,3% e 5,6% de China e Índia respectivamente. Segundo dados da organização Infra2038, o fluxo de investimentos anual do Brasil deveria gradativamente aumentar para 4,0% do PIB de forma que o país atinja a 20ª posição no Global Competitiveness Index, hoje na lamentável 78ª posição.

Quanto ao portfólio de novos projetos a serem leiloados pelo Governo Federal para os próximos anos, espera-se a concessão de 17.000 km de ferrovias, 43 aeroportos e dezenas de rodovias e portos. Isso apenas no âmbito do Ministério de Infraestrutura, sem contar a continuada e necessária expansão do setor de energia elétrica, exploração de petróleo e gás, transmissão e distribuição de gás natural além de inúmeros projetos de saneamento. Além disso, existe a previsão de diversas privatizações de empresas do setor de infraestrutura e a realização de programas estaduais e municipais de concessões e PPPs que também buscarão recursos privados para a expansão e melhoria da qualidade de serviços essenciais.

É inexorável, portanto, que o investimento em infraestrutura será um dos principais pilares de retomada econômica pós-pandemia no país. Além disso, o capital virá primordialmente do parceiro privado, tanto de investidores locais como externos. Governo, poder concedente, reguladores e

fiscalizadores vêm trabalhando intensamente em prol de um ambiente mais saudável, maior previsibilidade e de menor risco, em que a prestação de serviços vitais para o país é viabilizada através da gestão e operação de ativos de infraestrutura de qualidade por agentes do setor privado, fiscalizados por agências reguladoras independentes, contribuindo, assim, para um país mais produtivo, competitivo e com melhor qualidade na prestação de dos serviços essenciais de infraestrutura.

Renda Variável

Paulo Bilyk
paulo.bilyk@riobravo.com.br

Marfrig (MRFG3)

Marfrig é uma posição nova e pequena em nosso portfólio. Investimos inicialmente pautados na melhora de resultados a vir nos próximos trimestres e momento estrutural positivo para a indústria de alimentos, um dos poucos setores que não foi atingido pela crise da COVID-19.

Com presença relevante no EUA, Brasil, Uruguai e Argentina, a Marfrig está entre os cinco maiores frigoríficos bovinos mundiais. Cerca de 75% da receita da empresa é proveniente de sua operação na National Beef – 4º maior frigorífico americano – em que detém 82% de participação acionária. O restante da receita está dividido entre exportações e consumo interno nos países da América Latina.

Atuando apenas como intermediário, os frigoríficos compram a matéria-prima dos fazendeiros, abatem o animal e, posteriormente, vendem para importadores ou cadeia de supermercados. Por não ser uma atividade complexa, conseqüentemente, as margens do setor são historicamente baixas e efeitos exógenos como um choque de oferta tem efeitos ampliados na rentabilidade da empresa.

Em específico, este ano, temos dois fatores que podem aumentar significativamente as margens operacionais da empresa nos próximos trimestres. Houve, durante os meses de março e maio, descasamento entre o aumento do preço da carne bovina nas gôndolas dos supermercados e o custo da matéria prima devido ao efeito de estocagem das famílias durante a crise e a paradas de produção de várias unidades produtivas levando os spreads – diferença entre preço de venda

da carne bovina vs. preço de compra da matéria-prima – a máxima históricas e impactando positivamente as margens dos frigoríficos. Além disso, na América Latina, a apreciação do dólar contra as moedas locais também deve impactar positivamente os resultados, uma vez que a maior parte da receita e geração de caixa é via exportação, enquanto os custos são em moeda local, tornando a empresa uma beneficiária líquida da alta do dólar no ano.

Ao longo dos últimos dez anos, a empresa fez diversas aquisições e quintuplicou de tamanho em termos de receita. Grande parte do crescimento se deu via aquisições, alguma delas de empresas especializadas em outros tipos de proteína animal, mas, finalmente, em 2019, a empresa voltou a sua formação original de foco primordial bovino. Além disso, agora em 2020, a companhia realizou uma reestruturação organizacional na diretoria a fim de cortar despesas corporativas e simplificar tomada de decisão internamente.

Deixando de lado a dinâmica de resultado dos próximos trimestres e buscando entender a dinâmica de longo prazo da indústria, o principal tema a ser explorado nos próximos anos é a expansão do consumo de proteínas plant-based. Essas proteínas seriam, basicamente, alimentos de base vegetal com o intuito de propiciar textura e sabor semelhante à carne animal. A empresa mais popular nesse setor é a Beyond Meat, mas além dela temos vários outros players brigando por participação mundialmente, incluindo a Nestlé e a Impossible Foods.

Nesse sentido, a Marfrig já antecipou a tendência e lançou sua marca própria de hamburguers plant-based – em parceria com a Archer Daniel para fornecimento dos ingredientes – com redes de fast-foods como clientes iniciais. Embora em fase inicial e pouco representativo sobre a receita total do grupo, esse movimento em relação a mais importante tendência da indústria reduz substancialmente o risco de disrupção do negócio.

Multimercados



Evandro Buccini

evandro.buccini@riobravo.com.br

O investimento em Fatores vem ganhando cada vez mais peso no cenário internacional e nos fundos multimercado da Rio Bravo.

Mas o que são Fatores? Fatores são características quantificáveis que buscam explicar o retorno e risco dos ativos. Pesquisas acadêmicas vêm mostrando continuamente o grande potencial dessa abordagem de investimento como forma de exposição a certos prêmios de risco e ineficiências do mercado. A forma mais correta de implementar esse tipo de estratégia é no formato Long & Short, como fazemos em nossos fundos.

Nós da Rio Bravo seguimos um rigoroso processo na construção e implementação dos Fatores em nossos fundos. Levamos em consideração o racional, a justificativa do Fator, sua robustez e sua persistência ao longo do tempo. Todo esse processo é feito de forma sistemática, utilizando sistemas computacionais desenvolvidos pela própria equipe do fundo. Contamos com um extenso banco de dados que nos permite analisar o comportamento dos Fatores em diferentes cenários de mercado, fornecendo um conhecimento mais abrangente das características de cada um. Implementamos essa análise tanto de forma isolada quanto em conjunto. A combinação de diferentes fatores descorrelacionados permite ao investidor capturar retornos ao mesmo tempo que diversifica seus riscos. Essa diversificação funciona justamente pelos diferentes prêmios de risco e ineficiências do mercado de cada Fator. Adotamos como uma de nossas estratégias explorar essa descorrelação em nossos fundos, para fins de otimização e controle de risco.

Atualmente, o Rio Bravo Pandas conta com algumas estratégias de Fatores. Dentre elas, podemos citar:

Valor

As estratégias de valor assumem que ativos que estão sendo negociados com um baixo preço em relação aos seus fundamentos tendem a performar melhor que ativos mais caros. Mas como podemos identificar se uma empresa está cara ou barata? Existem diversas métricas que podem nos ajudar. Algumas das mais utilizadas são P/E (price-to-earnings), P/CF (price-to-cash-flow) e EV/EBITDA (enterprise-value-to-ebitda).

Momentum

A abordagem mais conhecida deste fator é a de Momentum de preço, em que compramos os ativos que melhor performaram no passado recente e vendemos aqueles com pior performance. Essa abordagem é em parte justificada pelos estudos da área de Finanças Comportamentais que analisam padrões no comportamento humano, como o “comportamento de rebanho” ou o “efeito de ancoragem”, por exemplo.

Ao longo do último mês, nossa equipe vem trabalhando no desenvolvimento de um novo fator para compor nosso portfólio: Qualidade.

Embora haja forte consenso no mercado de que empresas de alta qualidade devem superar as de menor qualidade ao longo do tempo, a definição de qualidade ainda permanece em debate. Diversos

critérios podem ser utilizados para definir o que é qualidade. Podemos citar critérios qualitativos, como modelo de negócios ou qualidade da gestão da empresa, e critérios quantitativos, como estabilidade no crescimento dos lucros, baixo endividamento e índices de lucratividade como ROIC e ROE.

No mês de junho, o Rio Bravo Pandas obteve uma rentabilidade de 0,02%, ou 10,20% do CDI. Nosso portfólio de junho contou com mais de 100 papéis com uma exposição bruta de quase 35%. A exposição bruta ainda está reduzida devido ao aumento de volatilidade que vimos nos últimos meses. A posição líquida do fundo está atualmente cerca de 10% comprada e deve permanecer ao redor desse patamar em julho. Analisando a concentração setorial do portfólio, vale destacar que o fundo possuía uma posição comprada em utilities, o que contribuiu para explicar a performance de junho.

No último mês, as estratégias de Momentum tiveram uma contribuição negativa perto de 59 bps para o fundo, o que foi compensado pelas estratégias de valor (24 bps) e nossos fatores proprietários (62 bps), principalmente os modelos de tendência.

O Rio Bravo Previdência rendeu 4,91% em junho enquanto no ano cai 2,82% e em 12 meses sobe 7,48%, ou 162% do CDI. Não houve alteração relevante no portfólio de ações do fundo no mês, seguindo com a carteira mais defensiva que já carregava antes da crise. As posições que trouxeram maior retorno para o fundo no mês foram Grupo Pão de Açúcar e B3, duas das principais posições do fundo, rendendo 70bps e 62bps, respectivamente. A posição aplicada em juros real se beneficiou com o fechamento da curva no mês e trouxe 1,02% de rentabilidade para o fundo. Seguiremos com olhar cauteloso para ativos de risco em julho, devido à recuperação lenta da economia e aos preços dos ativos.

Performance

	Renda Fixa		Renda Variável		MultiAssets & Portfolio		Índices							
	Rio Bravo Crédito Privado FIRF	Rio Bravo Liquidez DI FI Referenciado	Rio Bravo Fundamental FIA	Rio Bravo Apollo FIC FIM	Rio Bravo Previdência FIM	Rio Bravo Pandas FIC FIM	CDI	IBOV	SMLL	EURBRL	USDBRL	FTSE R\$ (ex-UK)	IMA-B	IFIX
junho 20	0,59	0,16	8,70	0,97	4,91	0,02	0,22	8,76	14,43	3,63	2,46	5,58	2,05	5,59
maio 20	0,59	0,18	6,13	-0,27	2,10	0,60	0,24	8,57	5,07	-1,35	-2,74	4,92	1,52	2,08
abril 20	0,53	0,21	7,93	-1,22	4,02	-0,32	0,28	10,25	10,19	4,59	5,39	10,96	1,31	4,39
março 20	-4,27	0,31	-20,89	2,25	-9,95	3,58	0,34	-29,90	-35,07	16,34	16,41	-1,21	-6,97	-15,85
fevereiro 20	0,26	0,24	-8,49	-0,19	-3,98	0,52	0,29	-8,43	-8,27	3,94	4,42	-4,10	0,45	-3,69
janeiro 20	0,46	0,31	1,06	0,74	0,89	0,98	0,38	-1,63	0,45	5,26	6,26	4,16	0,26	-3,76
dezembro 19	0,43	0,31	8,28	-0,49	3,84	-0,88	0,38	6,85	12,65	-3,34	-4,88	-1,49	2,01	10,63
novembro 19	0,14	0,32	2,36	-0,43	-0,70	-0,33	0,38	0,95	5,14	4,11	5,45	6,44	-2,45	3,52
outubro 19	0,22	0,40	0,40	-0,05	2,21	0,71	0,48	2,36	2,28	-1,03	-3,32	-0,09	3,36	4,01
setembro 19	0,47	0,40	3,50	0,98	3,09	-1,61	0,47	3,57	2,08	-0,57	0,26	3,04	2,86	1,04
agosto 19	0,50	0,44	0,54	-0,07	-0,77	-0,46	0,50	-0,67	0,48	7,92	8,66	7,61	-0,61	-0,11
julho 19	0,59	0,50	3,93	0,70	2,60	-0,45	0,57	0,84	6,75	-3,54	-0,91	-3,75	1,50	1,27
Ano	-1,92	1,41	-8,91	2,17	-2,82	5,45	1,76	-17,80	-20,73	36,10	35,66	21,30	-1,66	-12,24
12 meses	0,42	3,82	9,74	2,84	7,48	2,08	4,57	-5,52	5,62	41,45	42,08	35,09	4,99	6,67
24 meses	7,09	9,54	52,67	12,93	34,90	12,61	11,26	32,45	50,37	37,44	41,63	38,63	35,43	32,94
36 meses	15,32	16,91	50,10	21,06	41,42	35,93	19,61	52,85	70,39	66,65	65,85	59,43	46,42	35,56
48 meses	31,13	31,42	53,35	-	57,00	49,60	35,15	84,36	127,70	61,59	63,87	81,46	65,16	72,04
Desde o início	194,96	199,21	695,98	28,40	78,24	57,54								
PL Atual (R\$Mil)	128.128.253	7.588.322	4.429.939	13.207	10.916.662	2.709.637								
Data de início	14/08/2008	28/12/2007	08/09/2004	04/01/2017	12/03/2013	17/08/2015								
Taxa de Administração (a.a.)	0,45%	0,35%	2,00%	1,50%	1,10%	0,90%								
Taxa de Performance (a.a.)	-	-	20% do que exceder Ibovespa	25% do que exceder CDI	-	25% do que exceder CDI								

Rio Bravo

Paulo Bilyk

Chief Executive Officer
Chief Investment Officer
paulo.bilyk@riobravo.com.br

Gustavo Franco

Chief Strategist Officer
gustavo.franco@riobravo.com.br

Evandro Buccini

Diretor
evandro.buccini@riobravo.com.br

Anita Scal

Diretora
Investimentos Imobiliários
anita.spichler@riobravo.com.br

Vanessa Faleiros

Chief Operating Officer
Diretora Jurídico e Compliance
vanessa.faleiros@riobravo.com.br

Mauricio Xavier

Diretor de renda fixa
mauricio.xavier@riobravo.com.br

Flávio Strunk

Chief Financial Officer
flavio.strunk@riobravo.com.br

Sergio Brandão

Diretor de Infraestrutura
Sergio.brandao@riobravo.com.br

Investidores Institucionais

institucional@riobravo.com.br

Paulo Rossetti

11 3509 6689
paulo.rossetti@riobravo.com.br

Daiana Pires

11 3509 6639
daiana.pires@riobravo.com.br

Roberta Moretti

11 3509 6615
roberta.moretti@riobravo.com.br

Relações com Investidores Fundos Imobiliários

Isabela Perez

11 3509 6657
ri@riobravo.com.br

Ouvidoria

0800 722 9910
ouvidoria@riobravo.com.br



A presente instituição aderiu ao
Código ANBIMA de Regulação e
Melhores Práticas para os
Fundos de Investimento.

Este material foi elaborado pela Rio Bravo e não deve ser considerado um relatório de análise para fins. Este material tem caráter meramente informativo, não constitui e nem deve ser interpretado como sendo material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro, investimento, sugestão e alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. Os prazos, taxas e condições aqui contidos são meramente indicativos. As informações contidas nesse material foram consideradas razoáveis na data em que ele foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. A Rio Bravo não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. Os ativos, operações, fundos e/ou instrumentos financeiros discutidos nesse material podem não ser adequados para todos os investidores. Este material não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor. Os investidores devem obter orientação financeira independente, com base em características pessoais, antes de tomar uma decisão de investimento. Caso os ativos, operações, fundos e/ou instrumentos financeiros sejam expresso em uma moeda que não a do investidor, qualquer alteração na taxa de câmbio pode impactar adversamente o preço, valor ou rentabilidade. A Rio Bravo não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material ou seu conteúdo. Este material é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamentos da Rio Bravo, podendo ser divulgado também em seu site. Fica proibida a reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da Rio Bravo. Para maiores informações sobre os produtos, tabelas de custos operacionais, acesse www.riobravo.com.br. LEIA O MATERIAL ANTES DE INVESTIR. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO FGC. ESTE FUNDO TEM MENOS DE 12 (DOZE) MESES. PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO, É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS E TAXA. AS INFORMAÇÕES PRESENTES NESTE MATERIAL TÉCNICO SÃO BASEADAS EM SIMULAÇÕES E OS RESULTADOS REAIS PODERÃO SER SIGNIFICATIVAMENTE DIFERENTES. A RENTABILIDADE AJUSTADA CONSIDERA O REINVESTIMENTO DOS DIVIDENDOS, JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO OU OUTROS RENDIMENTOS ADVINDOS DE ATIVOS FINANCEIROS QUE INTEGREM A CARTEIRA DO FUNDO REPASSADOS DIRETAMENTE AO COTISTA. DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES. ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS. Para informações, ligue para +55 11 3509-6600. Para reclamações, utilize o SAC/Ouvidoria: 0800-722-9910.

Conheça nossas estratégias

Imobiliários

Investimentos em imóveis corporativos, de varejo, logística, educacionais e shopping centers, feitos por uma equipe especializada em administração fiduciária e gestão dos ativos dos fundos imobiliários. Os investidores destes fundos podem ter distribuição periódica, podendo ser mensal ou semestral, de acordo com a política de investimentos de cada fundo, além de liquidez diária em suas cotas e baixo valor de investimento mínimo.

Renda Fixa

Investimentos em fundos que alocam recursos no mercado de crédito, atrelados à taxa de juros pós-fixada, pré-fixada e índices de preço. Cada crédito nesses fundos é analisado detalhadamente, amparados em nossa leitura dos fundamentos de longo prazo.

Multimercados

Estratégias sistemáticas com processo de investimento disciplinado e controle rigoroso. Estratégias de investimento pautadas em pesquisa de nível internacional, fazendo uso intensivo de tecnologia de ponta, com o objetivo de obter retorno independente da direção do mercado de maneira descorrelacionada.

Renda Variável

Alocação de capital em ações de empresas brasileiras com alto potencial de valorização pela qualidade de seus gastos, produtos e de seus mercados. Uma análise fundamentalista, feita ação por ação em um portfólio relativamente concentrado entre 16 e 22 empresas.



Rio Bravo S.A.
Av. Chedid Jafet, 222, Bloco B, 3º andar
04551-065 São Paulo SP Brasil
Tel. +55 11 3509 6600 | 2107 6600

www.riobravo.com.br